

资本账户开放对我国金融市场的时变影响研究

戴淑庚 余 博

(厦门大学 经济学院 福建 厦门 361005)

摘 要: 构建了囊括资本账户开放、债券市场、股票市场和外汇市场的一般均衡理论模型,并利用 SV-TVP-VAR 模型实证检验了资本账户开放对我国三类金融市场的动态时变冲击。研究发现:(1) 随着金融市场体制改革的逐步推进,资本账户开放对我国金融市场的影响日益加深,其对外汇市场的冲击最大,债券市场次之,对股票市场影响较小。(2) 短期来看,资本账户开放有利于我国金融市场的发展;但长远来看,资本账户开放将对金融市场造成负向冲击。(3) 由于我国对短期资本流动管理一直较为慎重,因此,与资本账户总体开放相比,短期资本账户的开放对我国金融市场的冲击性稍弱,但存在易变性。

关键词: 资本账户开放; 金融市场; SV-TVP-VAR 模型

基金项目: 广义虚拟经济研究专项 2013 年度第一批资助项目 [GX2013-1005(Y)]; 教育部哲学社会科学发展报告培育项目 (11JBG006); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目 (20720181068)

作者简介: 戴淑庚 (1966—), 男, 福建长汀人, 博士 (后), 教授, 博士生导师, 主要从事国际金融和宏观金融管理、金融计量学研究; (通讯作者) 余博 (1989—), 男, 安徽黄山人, 博士研究生, 主要从事国际金融和宏观金融管理、金融计量学研究。

中图分类号: F832.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1096(2019)04-0063-08

收稿日期: 2018-09-16

DOI:10.15931/j.cnki.1006-1096.20190521.017

一、引言与文献综述

在人民币国际化的背景下,资本账户开放作为未来对外改革的重要方向,在经济发展和金融市场稳定运行中的重要地位不言而喻。深入理解和探究资本账户开放对金融市场的影响机制,不仅对于调整资本账户开放步伐极为重要,也可对国内的金融市场改革、汇率制度改革提供有益的经验证据。理论意义方面,将资本账户开放因素纳入传统的跨境投资组合模型,构建囊括资本账户开放、外汇市场、债券市场和股票市场的一般均衡理论模型,能够比较全面地探究资本账户开放对外汇市场等多类金融市场的影响机制,丰富了“不可能三角”和国际资本流动相关理论;同时,引入资本账户开放,有效地拓展了传统的跨境投资组合模型。

资本账户开放,又被称为资本项目自由化,不仅包括逐步放宽对跨境资本交易的限制,还包括取消与资本交易相关的外汇管制。迄今为止,资本账户开放仍然是饱受争议的一项政策。

学者们对于资本账户开放的态度与国际金融发展历程息息相关。在 1997 年东南亚危机和 2008 年国际金融危机以前,推崇自由主义的经济学家们普遍认为在金融市场的发展方面,放松资本管制有助于提高国内金融市场的流动性、降低资本成本、提高融资效率 (Chinn et al 2006),同时资本的自由流动也有助于优化资源配置、分散风险 (Levine et al 2007)。更重要的是,引进国外金融市场的竞争机制,有助于提高东道国金融管理能力、完善金融监管机制 (Kose et al 2011)。然而在 20 世纪 80 年代新兴市场国家纷纷实现资本自由流动后,却不同程度地遭受了资本大规模流出的冲击,如拉美、东欧国家的债务危机,东南亚金融危机。在面对一系列金融危机的惨痛代价之后,学者们开始意识到资本账户过快开放引起的跨境资本的频繁流动可能将诱发金融危机 (Aizenman 2008)。Saidi 等 (2016) 指出资本账户开放具有“门槛”效应,即较为发达的金融体系、良好的制度环境是一国获得资本账户开放收益的关键,因此,发达国家因资本账户开放而“获利”,发展中国家则常常成为“受伤”的一方。

国内学者对资本账户开放的研究起步相对较晚。陈镜宇 (2017) 认为资本账户开放有助于经济增长。

姚战琪等(2016)利用SVAR模型,研究发现资本项目开放有助于发展和稳定国内股票市场。谨慎派学者指出,资本账户开放具有风险效应,在金融风险不断增大的情况下,如果开放资本账户,将加剧资本外逃和资本流动波动对经济增长的负面冲击(毛红燕,2007;方意等,2017)。胡逸闻等(2015)从利率、汇率和资本账户开放的改革次序角度,采用TVP-VAR模型研究发现利率及汇率改革会显著增强跨境资本流动对货币市场的冲击,因此,资本账户开放不宜在金融改革的末期进行。邱兆祥等(2013)认为随着资本账户的逐步开放,国内金融市场承受的冲击更强,可能会对金融发展产生负向影响。

鉴于此,本文的主要贡献在于:构建囊括资本账户开放、债券市场、股票市场和外汇市场的一般均衡理论模型,考虑了资本账户开放对多类金融市场的影响,同时能够有效消除内生性对模型参数估计的影响。利用SV-TVP-VAR模型实证研究了资本账户开放对我国三类金融市场的动态时变冲击,并综合考虑了资本账户总体开放和短期资本账户开放不同的影响特征。

二、理论模型和实证方法选择

(一) 基本假设

1. 跨境投资组合模型。假设投资者将资金分别投资于国内和国外,主要涉及债券和股票两类资产。其中,国内债券、股票市场的收益率分别为 r_t^d 、 rs_t^d ,投资者投资于国内债券、股票市场的资金比重分别为 α_t^d 、 β_t^d ;类似地,国外债券、股票市场的收益率分别为 r_t^f 、 rs_t^f ,投资者投资于国外债券、股票市场的资金比重分别为 α_t^f 、 β_t^f 。由于投资者会根据国内外资产价格变动不断调整其资产配置,因此设定 α_t^d 、 β_t^d 、 α_t^f 、 β_t^f 均为动态权重,且 $\alpha_t^d + \beta_t^d + \alpha_t^f + \beta_t^f = 1$ 。当国内投资者观察到国外资产收益率增加或预期本国货币升值时,套利机会出现,于是投资者将持有资金兑换为外币进行跨境投资以实现投资收益最大化。此时,投资者的期望收益为

$$R_t^d = (\alpha_t^d r_t^d + \beta_t^d rs_t^d) + (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f) e_t / e_{t-1}$$

e_t 为 t 期的本国汇率, e_t / e_{t-1} 可近似等于 $1 + re_t$, re_t 为汇率的远期升水率。

2. 存在资本账户管制。由于我国资本账户尚未实现完全开放,投资者在跨境投资时难免会受到资本账户管制的影响。根据谭小芬等(2017)的研究,资本账户管制和风险因素均会对利率平价偏离产生影响,其中资本账户管制是最主要的影响因素。同时,在存在资本账户管制的条件下,可以将传统的非抛补利率平价模型扩展为修正的资产加权收益率平价模型:

$$R_t^d - R_t^f = \Delta e_t / e_t + \pi_t (1 - CA_t) + \Delta \rho_t$$

其中, $\pi_t (1 - CA_t) + \Delta \rho_t$ 表示传统非抛补利率平价的偏离。 $\Delta \rho_t$ 为风险溢价,常以本国汇率波动率表征。 $\pi_t (1 - CA_t)$ 表示资本账户管制造成的利率平价偏离, π_t 为资本账户管制的偏离系数, CA_t 为资本账户开放程度,当 $CA = 1$ 时,即资本账户完全开放,传统的利率平价成立。 R_t^d 、 R_t^f 分别为国内、国外期望资产收益率。 $\Delta e_t / e_t$ 为本国汇率的预期升水率,即 $\Delta e_t / e_t = re_t$ 。

3. 自回归过程假设。由现代金融经济学可知,债券市场收益率 r_t 、股票市场收益率 rs_t 和外汇市场收益率 re_t 均遵循自回归过程。为方便起见,假设三者均服从一阶自回归过程,即 $y_t = \phi_t y_{t-1} + \varepsilon_t$ ($y_t = r_t, rs_t, re_t$, $\phi_t = \phi_{rt}, \phi_{st}, \phi_{et}$, $\varepsilon_t = \varepsilon_{rt}, \varepsilon_{st}, \varepsilon_{et}$)。

4. 政策平滑。资本账户管制的目的在于调控跨境资本流动对国内宏观经济增长、金融市场的冲击,同时出于政策平滑化的考虑,假设货币当局会根据上一期资本账户管制程度进行调整,即 $CA_t = \phi_{CA} CA_{t-1} + \varepsilon_{CA_t}$ 。

(二) 理论模型推导和与实证方法选择

结合投资期望收益、修正的非抛补利率平价,国内的债券市场收益率 r_t^d 、股票市场收益率 rs_t^d 、汇率收益率 re_t 和资本账户开放程度 CA_t 可分别表述为以下函数关系

$$r_t^d = -\frac{\beta_t^d \phi_{st}^d}{\alpha_t^d} rs_{t-1}^d + \frac{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)}{\alpha_t^d} \phi_{et} re_{t-1} - \frac{\tau_t \phi_{CA_t}}{\alpha_t^d} CA_{t-1} + \phi_{rt}^d r_{t-1}^d + \Phi_1(\alpha_t^d) \quad (1)$$

$$rs_t^d = -\frac{\alpha_t^d \phi_{rt}^d}{\beta_t^d} r_{t-1}^d + \frac{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)}{\beta_t^d} \phi_{et} re_{t-1} - \frac{\tau_t \phi_{CA_t}}{\beta_t^d} CA_{t-1} + \phi_{st}^d rs_{t-1}^d + \Phi_2(\beta_t^d) \quad (2)$$

$$re_t = \frac{\alpha_t^d \phi_{rt}^d}{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)} r_{t-1}^d + \frac{\beta_t^d \phi_{st}^d}{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)} rs_{t-1}^d + \frac{\tau_t \phi_{CA_t}}{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)} CA_{t-1} + \phi_{et} re_{t-1} + \Phi_3(\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f) \quad (3)$$

$$CA_t = -\frac{\alpha_t^d}{\tau_t} \phi_{rt}^d r_{t-1}^d - \frac{\beta_t^d}{\tau_t} \phi_{st}^d rs_{t-1}^d + \frac{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)}{\tau_t} \phi_{et} re_{t-1} + \phi_{CA_t} CA_{t-1} + \Phi_4(\tau_t) \quad (4)$$

从上述函数关系可知,国内的债券市场收益率、股票市场收益率、外汇市场收益率和资本账户开放之间是相互影响的,且关系存在动态时变性。理论上,国内的债券市场和股票市场存在此消彼长的关系:当债券市场收益率上升时,资金从股票市场流出进入债券市场,从而导致债市上涨、股市下跌;反之,当股票市场收益率上升时,资金从债券市场流出进入股票市场,从而导致股市上涨、债市下跌。而外汇市场收益率和资本账户开放对国内金融市场均具有正向效应,当本国货币升值或资本账户开放水平提高时,跨境资本大幅流入,推动股市、债市繁荣。反过来说,当国内股市、债市上涨时,跨境资本也会大幅流入进行套利活动,推动本国货币升值、提高实际资本账户开放水平。但值得注意的是,随着资本账户开放进程的推进,我国的跨境资本流动逐渐呈现双向波动态势,资本是净流入还是流出存在不确定性,对于债券市场、股票市场和外汇市场的影响更是未知之数,因此,需要进行实证检验。

式(1)、(2)、(3)、(4)可视为一个VAR(1)系统

$$R_t = Z_{0t} + Z_{1t} R_{t-1} + \zeta_t$$

$$\text{其中 } R_t = [r_t^d \quad rs_t^d \quad re_t \quad CA_t]^T \quad Z_{0t} = \begin{bmatrix} \frac{\Psi_t}{\alpha_t^d} & \frac{\Psi_t}{\beta_t^d} & \frac{\Psi_t}{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)} & \frac{\Psi_t}{\tau_t} \end{bmatrix}^T \quad \Psi_t = R_t^f - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f) + \tau_t + \Delta \rho_t,$$

$$Z_{1t} = \begin{bmatrix} \phi_{rt}^d & -\frac{\beta_t^d}{\alpha_t^d} \phi_{st}^d & \frac{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)}{\alpha_t^d} \phi_{et} & -\frac{\tau_t}{\alpha_t^d} \phi_{CA_t} \\ -\frac{\alpha_t^d}{\beta_t^d} \phi_{rt}^d & \phi_{st}^d & \frac{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)}{\beta_t^d} \phi_{et} & -\frac{\tau_t}{\beta_t^d} \phi_{CA_t} \\ \frac{\alpha_t^d \phi_{rt}^d}{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)} & \frac{\beta_t^d \phi_{st}^d}{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)} & \phi_{et} & \frac{\tau_t \phi_{CA_t}}{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)} \\ -\frac{\alpha_t^d}{\tau_t} \phi_{rt}^d & -\frac{\beta_t^d}{\tau_t} \phi_{st}^d & \frac{1 - (\alpha_t^f r_t^f + \beta_t^f rs_t^f)}{\tau_t} \phi_{et} & \phi_{CA_t} \end{bmatrix}$$

基于此,本文将结合最新的SV-TVP-VAR模型对资本账户开放、债券市场收益率、股票市场收益率和外汇市场收益率的动态关系进行深入研究,SV-TVP-VAR模型允许截距、参数系数和扰动性方差具有时变特征,更符合动态变化并交叉影响的市场结构特征,在研究实际问题时更具有说服力。

三、实证分析

(一) 数据选取

资本账户开放程度。对资本账户开放的测算方法主要包括法定测度和事实测度,其中法定指标虽然应用比较广泛,但跨境投资者能够通过各种渠道逃避资本账户管制,该指标无法反映出真实的资本账户开放程度;而储蓄率-投资率法、利差法等事实测度受其他外界因素的影响较多,因此本文将采用实际国际资本流量法衡量资本账户开放程度。采用“|货币当局外汇占款变动量-经常账户差额|/GDP”来衡量资本账户总体的开放程度,由于GDP缺乏月度数据,我们通过三次样条插值法对季度GDP进行处理以获取月度数据。同时,在我国的资本账户交易中,中长期资本流动如直接投资相对稳定,而短期资本流动的波动性较强,因此对短期资本账户进行分析显得尤为重要。本文以“|短期资本流动/FDI|”衡量短期资本账户的开放程度,其中短期资本流动以公式“短期资本流动=货币当局外汇占款增量-货物贸易顺差-实际利用FDI+进出口伪报额-外债净增量”进行测算。资本账户总体的开放程度以CA表示,短期资本账户的开放程度以SCF表示,相关数据来自Wind资讯和CEIC数据库。

金融市场对数收益率。中债全价指数被认为是可以全面反映债券市场的一项指标,因此本文选取中债全价指数作为债券市场价格的表征变量,用CB表示;上证综合指数能够全面反映股票市场的景气程度,因此选取上证综合指数作为股票市场价格的表征变量,用SHS表示。外汇市场方面,外汇交易中心的数据显示人民币与美元的汇兑比例仍然远远高于其他币种,同时国际投资者主要是通过判断名义汇率的走势进行跨境投资,因此选取人民币兑美元名义汇率作为外汇市场价格的表征变量,以EXR表示。2005年“7.21”汇

制改革以前,人民币实际盯住美元,汇率波动微乎其微。因此,为了保证研究的可靠性,我们选择2005年7月至2017年12月的相关数据。

(二) 数据平稳性检验

为避免伪回归,首先对相关变量进行平稳性检验,通过ADF单位根检验,发现在5%的显著性水平上,五组数据均为平稳序列,因此可以构建SV-TVP-VAR模型对变量间的动态联动关系展开研究。

(三) 资本账户总体开放与金融市场

首先对资本账户总体的开放程度CA、债券市场对数收益率CB、股票市场对数收益率SHS和人民币兑美元汇率对数收益率EXR四组变量构建SV-TVP-VAR模型,以考察资本账户总体开放程度对三类金融市场的动态时变影响。

1. 参数估计结果分析

遵循Nakajima(2011)的模型设定,利用马尔可夫链蒙特卡罗(MCMC)的方法,进行10000次抽样,并预烧初始1000次的结果,得到模型的参数估计结果。Geweke值在5%的显著性水平上不能拒绝趋于后验分布的假设,表明预烧期已经足够使蒙特卡罗(MC)模拟趋于集中;同时无效因子均低于73,表明结果有效。

2. 时变的随机波动率

图1为资本账户总体的开放程度CA、债券市场对数收益率CB、股票市场对数收益率SHS和人民币兑美元汇率对数收益率EXR四组数据及其随机波动率。从图中可以看出,从2005年7月开始,我国资本账户的实际开放水平逐渐提高,在2008年1月达到阶段性高点;之后由于国际金融危机的爆发,我国适时加强了资本账户管制,跨境资本流动规模大幅下降,资本账户开放进程经历了较长时间的停滞。但从2012年2月中国人民银行发布研究报告《我国加快资本账户开放的条件基本成熟》以后,我国资本账户开放明显加快。资本账户开放的快速推进使得跨境资本流动规模日益增大,其中2016年1月一度突破10000亿元大关,我国资本账户开放水平达到历史高点。同时,受到美国退出量化宽松和2015年“8.11”汇改的后续影响,我国的外汇储备流失比较严重,货币当局随即实行了较为严格的资本账户管制措施,之后资本外流趋势得以遏制,资本账户开放程度大幅减小,随机波动率也随之降低。总体来看,在2008年国际金融危机和2015年“8.11”汇改期间,资本账户总体开放的随机波动率较高。

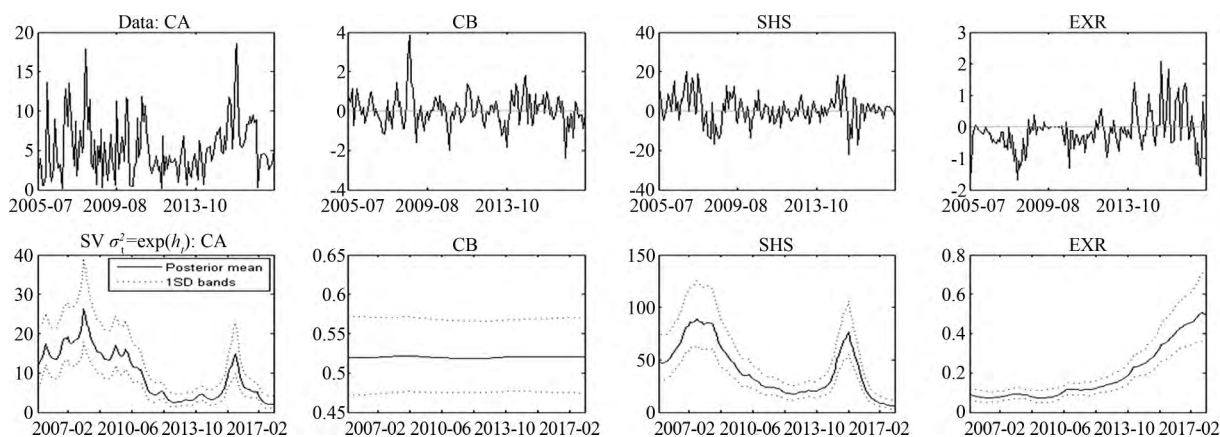


图1 CA、CB、SHS和EXR的随机波动率

国内金融市场方面,上证综合指数(SHS)随机波动率的走势与资本账户总体开放类似。2005年7月我国启动股权分置改革以后,上证综合指数一路上升,其波动率随之也大幅度提高,在2008年达到最大值。从2007年11月开始,上证综合指数从6124点一路下跌至2008年11月的1665点,我国A股进入熊市,此时上证综合指数的随机波动率也相对较低。到了2015年上半年,监管部门放宽了对上市公司的再融资审批,加上市场流动性充裕,上证综合指数强势上行,场外配资异常狂热,股指快速上升至5000点左右;之后经济发展形势发生转向,杠杆资金获利出逃,6月中旬股指快速下跌。此间,上证综合指数的随机波动率经历了明显的快速上升和下跌走势。随着监管层采取暂停IPO、证券公司入场护盘、中金所连续提高保证金额度等一系列措施,市场逐渐趋于稳定。债券市场方面,从2005年短期融资券实行注册制改革开始,货币当局采取了一系列措施完善和发展债券市场,如2008年第一支公司债注册发行、1.55万亿特别国债获批,2008年央行

重启中期票据发行 2009 年地方公债开始发行 2015 年地方债务置换有序推动等。因此,即使经历了 2013 年钱荒和 2016 年去杠杆化此类流动性危机时刻,但我国债券市场仍然维持了长时间的平稳发展。

人民币汇率方面 2005 年 7 月 21 日我国央行宣布正式放弃固定汇率制度,开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度,人民币汇率波动幅度逐渐增大;随着 2008 年国际金融危机的爆发,人民币选择临时盯住美元,汇率波动大幅收缩;之后,香港离岸人民币(CNH)市场成立、2010 年“汇改”重启,人民币汇率弹性进一步增加,双向波动日趋明显;到了 2015 年,美国逐步退出量化宽松、进入加息周期,同时我国也在 2015 年 8 月 11 日启动了中间价形成机制改革,人民币逐渐改变以往的连续单边升值趋势,经历了较长时间的贬值周期,从 2015 年下半年到 2017 年 12 月人民币汇率波动率一直居高不下。

3. 时变脉冲响应分析

在模型参数估计的基础上,采用 SV-TVP-VAR 模型估计债券市场收益率、股票市场收益率和外汇市场收益率对于资本账户总体开放的时变脉冲响应函数。

图 2 反映的是三类金融市场对于资本账户总体开放不同提前期的 1 个单位的标准正向冲击的脉冲响应。我们设定提前期分别为 1 个月、3 个月、6 个月和 12 个月。从图中可以看出,四个不同提前期形成的脉冲响应趋势基本一致,但冲击程度存在明显不同。其中提前 1 个月的短期冲击最为明显,提前 3 个月的冲击次之,提前 6 个月的冲击较弱,而提前 12 个月的长期冲击几乎没有产生影响,表明资本账户总体开放对金融市场只存在中短期影响。同时,三类金融市场对于提前 1 个月和 3 个月资本账户总体开放形成的脉冲响应在 2008 年国际金融危机和 2015 年“8.11”汇改前后均发生了明显变化。

具体来说,随着 2005 年我国短期融资券试水并实行注册制改革,2007 年 1.55 万亿特别国债获批,债券市场快速发展,吸引了大幅国际资本流入我国,此时中债全价指数对于资本账户总体开放($\varepsilon_{CA} \rightarrow CB$)形成的脉冲响应基本为正。随着 2008 年国际金融危机的爆发,中债指数震荡下行,此后资本账户总体开放对债券市场的冲击出现分化:首先,对于提前 1 个月的资本账户总体开放而言,中债全价指数的脉冲响应逐渐恢复正值,而且正效应逐渐增强;2016 年去杠杆化帷幕拉开,机构资金大幅撤离债券市场,资本账户总体开放的正向效应大幅减小。其次,对于提前 3 个月和 6 个月的资本账户总体开放,中债全价指数的脉冲响应应长期维持负值,而且在 2016 年去杠杆时期负效应有显著增强的趋势。

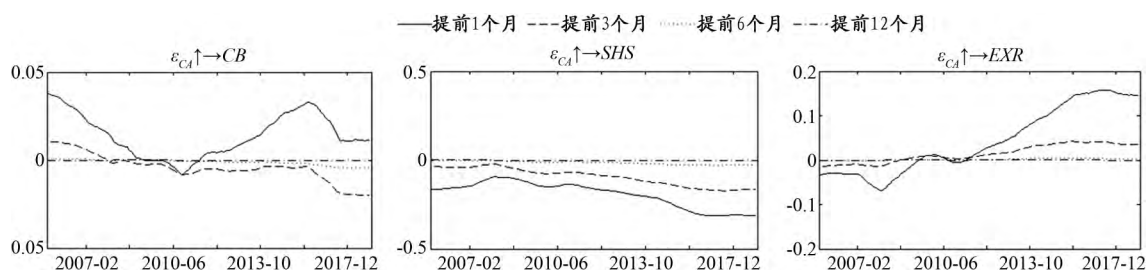


图 2 不同提前期资本账户总体开放的脉冲响应

股票市场方面,上证综合指数对于提前 1 个月、3 个月和 6 个月的资本账户总体开放($\varepsilon_{CA} \rightarrow SHS$)形成的脉冲响应趋势基本一致,且长期保持负值;在 2008 年国际金融危机以后,资本账户总体开放的负向冲击逐渐增强。其主要原因是,我国 A 股市场流动性相对较差、波动性高,对国际投资者的吸引不足,一些国外投资者将 A 股股票作为非流动性资产或 PE 资产进行投资。目前大部分 QFII 进入中国市场的主要方式是购买指数基金,甚至一些机构的 QFII 额度获批后却长时间未进行投资。因此,我国股票市场的开放并未吸引跨境资本流入,反而由于资本账户管制的逐步放开致使 A 股市场资金流出趋势不断增大。从数据统计来看,从 2010 年开始 A 股的资金净买入长期为负值,2015 年 11 月单月资金净流出更一度接近 7000 亿元。

外汇市场方面,人民币汇率收益率对于提前 1 个月、3 个月和 6 个月的资本账户总体开放($\varepsilon_{CA} \rightarrow EXR$)形成的脉冲响应趋势基本一致。2008 年国际金融危机以前,脉冲响应为负值即升值效应,随后转为贬值效应且不断增强。在 2015 年末资本账户总体开放的负向冲击达到了最大值,原因是 2005 年“7.21”汇改启动以后,人民币长期处于单边的升值周期,随着资本账户开放的推进,跨境套汇活动日趋频繁,国际资本的流入进一步强化了汇率升值压力。2008 年国际金融危机期间,金融市场波动剧烈、流动性短缺,为降低投资风险带来的损失,国际投资者逐渐减少对我国的投资,跨境资本不断流出,人民币双向波动日趋明显。从 2015 年开

始 随着美国逐步退出量化宽松、进入加息周期,人民币随即进入了长时间的贬值周期,外汇储备快速衰减;同时,人民币汇率贬值与跨境资本流出形成正反馈效应,资本账户总体开放的汇率贬值效应逐渐增强。

(四) 短期资本账户开放与金融市场

本文对短期资本账户的开放程度 SCF、债券市场对数收益率 CB、股票市场对数收益率 SHS 和人民币兑美元汇率对数收益率 EXR 四组变量构建 SV-TVP-VAR 模型,以考察短期资本账户开放对金融市场的动态时变影响。

图 3 反映的是三类金融市场对于短期资本账户开放不同提前期的 1 个单位的标准正向冲击的脉冲响应。从图中可以看出,提前 1 个月和 3 个月的短期冲击最为明显,提前 6 个月的冲击较弱,而提前 12 个月的长期冲击几乎没有产生影响。总体来看,与资本账户总体开放相比,短期资本账户开放对于我国金融市场的冲击性稍弱,但存在易变性。

具体来说,中债全价指数对于提前 1 个月的短期资本账户开放($\varepsilon_{SCF} \rightarrow CB$)形成的脉冲响应大部分时间都为正,说明短期资本流动短时间内有利于我国债券市场的发展。就中长期效应而言,提前 3 个月的短期资本账户开放对债券市场的冲击与资本账户总体开放趋势基本一致,但相比而言,短期资本账户开放的正效应较弱而负效应更强;提前 6 个月短期资本账户开放长期呈现负向冲击,且在 2016 年去杠杆时期明显增强,表明从长远来看短期资本账户开放将给我国债券市场带来明显的负向冲击。股票市场方面,2014 年以前我国对短期资本流动监管较为严格,此时上证综指对于提前 1 个月和 3 个月的短期资本账户开放($\varepsilon_{SCF} \rightarrow SHS$)的脉冲响应为正,说明小幅的短期资本流动有利于我国股票市场的发展。随着短期资本账户的逐步放开,一旦经济金融形势逆转(例如 2015 年股灾),获利资本便会大幅流出,加剧股指下挫。如图 3 所示,2008 年国际金融危机以后,上证综指对于提前 6 个月的短期资本账户开放的脉冲响应均为负值,且在 2015 年股灾期间有所增大。因此从长远来看,短期资本账户开放对 A 股市场亦多为负向影响。人民币汇率方面,短期资本账户开放($\varepsilon_{SCF} \rightarrow EXR$)与资本账户总体开放($\varepsilon_{CA} \rightarrow EXR$)形成的脉冲响应趋势基本一致。

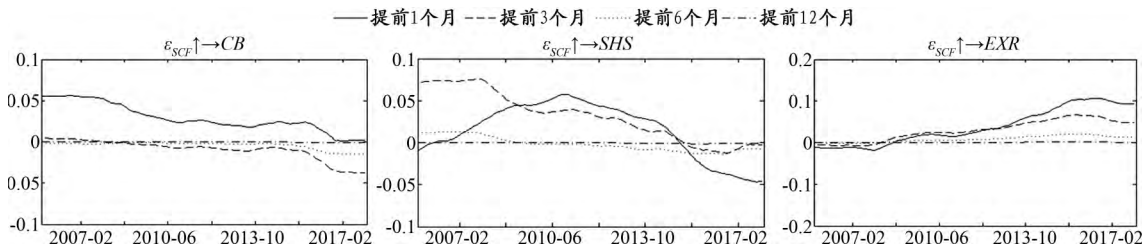


图 3 不同提前期短期资本账户开放的脉冲响应

(五) 方差分解分析

在时变脉冲响应分析的基础上,以 12 个月为固定窗口进行滚动类推,计算出 2007—2017 年的平均方差分解结果,如表 1 所示。

表 1 资本账户开放冲击的时变方差分解(%)

年度	资本账户总体开放冲击			短期资本账户开放冲击		
	债券市场	股票市场	外汇市场	债券市场	股票市场	外汇市场
2007	0.43	0.09	5.36	2.81	0.70	0.41
2008	0.42	0.07	9.47	2.62	0.70	1.19
2009	0.39	0.13	3.18	2.49	0.68	2.34
2010	0.51	0.14	2.01	2.54	0.68	3.16
2011	0.79	0.16	1.27	2.82	0.68	3.00
2012	1.15	0.22	1.31	3.07	0.68	3.11
2013	1.76	0.29	5.41	3.47	0.68	4.63
2014	2.46	0.39	14.55	3.82	0.68	7.21
2015	3.15	0.56	30.23	4.13	0.69	12.05
2016	3.60	0.64	35.82	4.57	0.69	13.25
2017	3.92	0.63	34.52	4.89	0.69	11.22

总体来看,资本账户开放对外汇市场的冲击最大,债券市场次之,对股票市场影响较小且相对稳定。这主要是因为资本账户开放以后,首先引起跨境资本流动的变动,进而从贸易渠道和金融渠道对人民币汇率产

生影响。而对于股票市场而言,由于一直以来我国对于资本市场的外资投资管制较为严格,而且A股市场流动性相对较差、波动性高,因此国际资本并不热衷于投资A股市场。但从趋势上来看,随着资本账户开放的推进,无论是中长期跨境资本流动还是短期资本流动,对我国债券市场、股票市场和外汇市场的影响均有大幅度提升,这一点在人民币汇率上体现得尤为突出。表1显示,2007年资本账户开放对人民币汇率的贡献率分别为5.36%和0.41%;随着2010年、2015年“8.11”汇改的启动,人民币汇率弹性逐步增强,资本账户开放对人民币汇率的影响大幅攀升,2017年资本账户开放的贡献率分别达到34.52%和11.22%。

四、结论与启示

本文将资本账户开放因素纳入传统的跨境投资组合模型,构建囊括资本账户开放、债券市场、股票市场和外汇市场的一般均衡理论模型。然后,利用SV-TVP-VAR模型实证研究了资本账户开放对我国三类金融市场的动态时变冲击,并综合考虑了资本账户总体开放和短期资本账户开放不同的影响特征。研究发现:

第一,随着国内金融市场体制改革的逐步推进,资本账户开放对我国金融市场的影响日益加深。其中资本账户开放对外汇市场的冲击最大,债券市场次之,对股票市场影响较小。因此,在资本账户开放的推进过程中,要重点关注人民币汇率的反应,保持人民币汇率稳定有助于减少跨境资本流动波动对国内宏观经济的冲击。在后续的汇制改革推进过程中,要遵循循序渐进的原则、合理调整改革步伐,做好市场预期管理。2015年“8.11”汇改中,货币当局主动放弃了对人民币汇率中间价的干预,导致人民币汇率贬值预期不断增强、外汇储备大幅流失,给外汇市场造成了巨大压力。为了扭转这一局势,货币当局在2015年底加入一篮子货币、2017年又引入“逆周期因子”,此举合理兼顾了汇率市场化改革和金融风险防范。因此,在未来汇改进程中,预期管理应成为中间价指导方式受限后央行外汇干预措施的重要形式,其中建立人民币汇率锚是关键。

第二,资本账户开放对我国金融市场的短期效应明显,长期影响较弱。总体看来,短期内资本账户开放有利于国内金融市场的发展;但从中长期效应来看,资本账户开放将对我国金融市场造成负向冲击。因此,在后续资本账户开放的过程中,要继续深化国内金融体制改革。原则上说,在资本账户实现开放之前,首先要完成对国内金融体制的全面改革,包括利率市场化、汇率市场化和国内金融市场改革。但事实上,无论是资本账户开放还是国内金融体制改革,都是一个连续性的过程。在经济发展和金融市场运行的过程中,不同发展状况对应着不同的资本账户开放水平、利率和汇率弹性机制,货币当局应该根据具体的金融经济发展局势适时地调整资本账户开放水平、利率和汇率弹性机制。从实践来看,在2015年“8.11”汇改期间,人民币汇率贬值预期强烈、短期资本快速流出,货币当局随即实行了较为严格的资本账户管制措施,展望2019年,欧美等主要国家(或地区)进入加息周期、我国经济下行压力依然较大,人民币贬值压力可能长期存在,因此,在加强人民币汇率预期管理的同时,针对性的外汇账户管理仍然是近期良策。

第三,由于我国对短期资本流动管理一直较为慎重,因此与资本账户总体开放相比,短期资本账户的开放对国内金融市场的冲击性稍弱、但存在易变性,尤其是在金融市场大幅下跌时,短期资本流动起着推波助澜的作用。当债券市场、股票市场价格或者汇率上升时,短期资本大幅流入进行套利,造成资产泡沫或者汇率升值压力;一旦泡沫破裂,短期资本便会大幅流出,进而引发“羊群效应”,导致金融市场急速下挫或者汇率大幅贬值。因此,对于我国资本账户开放的后期政策实践,建议通过实时监测的跨境资本流动情况因时、因势采取行动,做出后续的系统安排。对于跨境资本流动的目的性做出具体划分:对于直接投资、贸易融资等中长期的跨境资本流动,只要经过真实性审核,便可采取一以贯之的开放措施;而对于短期投机性质的资本流动,应根据具体情况决定是否暂时采取管制措施。同时,资本账户要遵循逐步开放的原则,根据具体情况做出开放承诺,需要认清的是资本账户完全开放的条件永远不会充分具备,即使具备了也会失去。我们应该做到开放与管制相结合,利弊权衡、收支平衡、相机收放,如若遇到经济金融危机、国际收支显著失衡等特殊经济形势,为保障国内经济金融的稳定可持续,应临时采取资本管制措施。

参考文献:

- 陈镜宇. 2017. 资本账户开放能促进经济长期增长吗? ——基于新古典增长理论的研究[J]. 经济经纬(5): 68 – 73.
- 方意 颜茹云 郑子文. 2017. 资本账户开放对银行风险的影响机制研究[J]. 国际金融研究(11): 33 – 43.
- 胡逸闻 戴淑庚. 2015. 人民币资本账户开放的改革顺序研究——基于 TVP – VAR 模型的期限结构分析[J]. 世界经济研究(4): 13 – 23.
- 毛红燕. 2007. 跨境短期资本流动的风险监管[J]. 经济经纬(5): 83 – 85.
- 邱兆祥 史明坤 安世友. 2013. 人民币资本账户逐步开放的顺周期性问题研究[J]. 国际金融研究(5): 24 – 31.
- 谭小芬 高志鹏. 2017. 中美利率平价的偏离: 资本管制抑或风险因素? ——基于 2003 – 2015 年月度数据的实证检验[J]. 国际金融研究(4): 86 – 96.
- 姚战琪 张玉静. 2016. 人民币汇率改革、资本项目开放对股票市场发展的影响[J]. 经济纵横(7): 79 – 87.
- AIZENMAN J. 2008. Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture[J]. The Manchester School, 76(5): 487 – 503.
- CHINN M D, ITO H. 2006. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions[J]. Journal of Development Economics, 81(1): 163 – 192.
- KOSE M A, PRASAD E S, TAYLOR A D. 2011. Thresholds in the process of international financial integration[J]. Journal of International Money and Finance, 30(1): 147 – 179.
- LEVINE R, SCHMUKLER S L. 2007. Migration, spillovers, and trade diversion: The impact of internationalization on domestic stock market activity[J]. Journal of Banking and Finance, 31(6): 1595 – 1612.
- NAKAJIMA J. 2011. Time-varying parameter VAR model with stochastic volatility: An overview of methodology and empirical applications[J]. Monetary and Economic Studies, 29(11): 107 – 142.
- SAIDI H, GUESMI K, RACHDI H. 2016. Capital account liberalization, financial development and economic growth in presence of structural breaks and cross – section dependence[J]. Economics Bulletin, 36(4): 2225 – 2236.

(编辑: 薛平 校对: 蜀丹)

Research on the Time-varying Influence of Capital Account Liberalization on China's Financial Market

DAI Shu-geng, YU Bo

(The School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: This paper constructs a general equilibrium theory model covering capital account liberalization, bond market, stock market and foreign exchange market, and then empirically tests the time-varying effects of capital account liberalization on those financial markets in China by using SV-TVP-VAR model. The study finds the following conclusions. Firstly, with the gradual advancement of financial market system reform, the impact of capital account liberalization on China's financial markets is deepening, among which that on foreign exchange market is the strongest, followed by that on bond market and then that on stock market. Secondly, in the short term, the liberalization of capital account is conducive to the development of domestic financial markets, but a negative one in the long run. Thirdly, compared with the overall liberalization of capital accounts, that of short-term capital accounts has a weaker yet volatile impact on China's financial markets since China has been cautious in the management of short-term capital flows.

Key words: Capital Account Liberalization; Financial Market; SV-TVP-VAR Model